

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: X2005157179

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

国有控股上市银行股票估值分析

——以中国建设银行为例

State-holding listed Bank Stock Evaluation Analysis

——Case study: China Construction Bank

吕昕炜

指导教师姓名: 陈善昂 副教授

专 业 名 称: 会计硕士 (MPAcc)

论文提交时间: 2008 年 8 月

论文答辩日期: 2008 年 9 月

学位授予日期: 年 月

答辩委员会主席_____

评 阅 人_____

2008 年 8 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘要

建设银行在香港和内地上市的两年，正是中国金融业改革和资本市场发展举足轻重的两年。中国股市自 2006 年 1 月开始，指数飞涨，沪深两市总市值从 2005 年 7 月 28 日的 3 万亿元一路走高，到 2007 年 9 月 7 日的超过 23 万亿元，并在 2007 年 10 月 17 日达到 6124.04 点的历史高位。但其后又一路走低，并在 2008 年 7 月 3 日达到 2566.53 点的低位。在波澜起伏的这次市场大动荡中，作为股指重要成分的大盘蓝筹股，金融股在其中扮演了重要的角色。因此加强对银行股的估值的研究，可以缩小分歧，同时也有助于对整个中国资本市场总体估值水平进行合理的判断。而建行近来出现的贱卖之争，也使对银行业股票的估值，尤其建行股票的估值问题产生了很大的反响。

作为一名多年从事报表分析工作的会计人员和建行股票的长期持股者，笔者通过对建行近年财务数据的分析，结合流行的股票估值模型，对建行的股票进行初步的估值，并结合建行的竞争优势，给出建行估值的结论。同时，分析建行对战略投资者出售股权的安排，讨论建行股份是否被贱卖。

关键词：上市银行；证券，估值

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

It has been two years since China Construction Bank listed on the main board of both Shanghai and Hong Kong exchanges. During the two years, the reform of finance and the development of capital market in China are dominating and prevailing. The stock market kept rising up since January 2006. The total stock market value of Shanghai and Shenzhen increased from three trillion on July 28, 2005 to more than twenty-three trillion on September 7, 2007. Shanghai Stock Index peaked at a historical high of 6124.04 on October 17, 2007. However, it also became a beginning of a landslide which ended at 2566.53 on July 3, 2008. Finance stock, a blue chip which leads the stock index, has played a crucial role in this market turbulence. Therefore, enhancing the research on bank stock evaluation will not only reduce the divergence but also help to make reasonable judgment on the evaluation of the entire domestic capital market. Additionally, the debate about China Construction Bank selling cheaply in recent years made substantive influence on bank stock evaluation, especially on the stock of China Construction Bank.

As an accountant working on analyzing financial statements for years and a royal stock holder of China Construction Bank stock for a long time, the author offers a primary stock evaluation by analyzing the financial data of the bank in recent years with modern stock evaluation model, and finally reaches a conclusion of the evaluation, fully considering the bank's competitive advantages. The author also analyses the bank's arrangement for strategic investors to sell its stocks, to discuss whether the bank's stocks have been under-evaluation.

Keywords: Public listed bank; Stock; evaluation

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录	
1 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义	2
2 估值的理论与方法	4
2.1 贴现现金流估值法	4
2.2 相对估值法	5
2.3 资产负债表估值法	5
2.4 期权法	6
3 建设银行概况	7
3.1 公司历史	7
3.2 业务发展概况	7
3.3 行业地位	8
3.4 战略和发展	9
3.5 竞争优势分析	11
3.6 财务分析	15
4 估值分析	32
4.1 财务报表预测	32
4.2 估值方法选择	38
4.3 股票价值估算	38
4.4 估值结果分析	44
5 战略投资者股权定价	45
5.1 战略投资者给建行带来的变化	45
5.2 战略投资者股权定价的争议	45
5.3 战略投资者股权定价分析	46
6 结论	49
参考文献	51
致 谢	52

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

1	Introduction	1
1.1	Backgrounds of the Research	1
1.2	Significance of the Research	2
2	Main Evaluation Theory	4
2.1	Discount Cash Flow Evaluation Method	4
2.2	Comparative Evaluation Method	5
2.3	Balance sheets Evaluation Method	5
2.4	Option Method	6
3	Introduction of China Construction Bank	7
3.1	Bank History	7
3.2	Development of Operational Services	7
3.3	Industry Position	8
3.4	Strategy and Development	9
3.5	Competitive Advantage Analysis	11
3.6	Financial Analysis	15
4	Evaluation Analysis	32
4.1	Financial Statement Forecast	32
4.2	Selection of Evaluation Method	38
4.3	Stock Value Evaluation	38
4.4	Analysis on Evaluation Result	44
5	Strategic Investors Stock Pricing	45
5.1	Changes to China Construction Bank brought by Strategic Investors	45
5.2	Dispute on Strategic Investors Stock Pricing	45
5.3	Analysis on Strategic Investors Stock Pricing	46
6	Conclusion	49
	Bibliography	51
	Acknowledgements	52

厦门大学博硕士论文摘要库

1 绪论

1.1 研究背景

中国建设银行于 2005 年 10 月 27 日在香港联交所上市，以每股 2.35 港元的价格发行了 264.86 亿股 H 股。上市时市净率达到 1.96 倍，市盈率达到 14.7 倍。2007 年 9 月 25 日，建行回归 A 股市场，以 6.45 元价格增发 90 亿股 A 股，上市首日收于 8.53 元。

建设银行在香港和内地上市的两年，正是中国金融业改革和资本市场发展举足轻重的两年。

为加快金融体制改革，推进国有金融企业的股份制改造，深化政策性银行改革，提高直接融资比重，维护金融稳定和安全，中央先后通过剥离不良资产、动用外汇储备注资等手段，以提高国有商业银行资本充足率，优化资产质量。以上措施使国有商业银行初步满足《巴塞尔协定》对商业银行的资本充足率有求，并使银行充分摆脱历史包袱，提高盈利能力。

同时，中国股市自 2006 年 1 月开始，指数飞涨，沪深两市总市值从 2005 年 7 月 28 日的 3 万亿元一路走高，到 2007 年 9 月 7 日的超过 23 万亿元，并在 2007 年 10 月 17 日达到 6124.04 点的历史高位。但其后又一路走低，并在 2008 年 7 月 3 日达到 2566.53 点的低位。在波澜起伏的这次市场大动荡中，作为股指重要成分的大盘蓝筹股，金融股在其中扮演了重要的角色。期间发行的建设银行更在 2008 年 6 月 10 日跌破发行价 6.45 元。

在这种情况下，有些人认为估值已经失效，放弃了对企业的估值。但实际上，当股市处于剧烈的动荡中时，价值评估非但没有失去意义，反而更加重要。只有牢牢抓住价值这一主线，才能透析影响经济发展和市场波动的深层因素，全面客观地分析企业的内在价值，从而在更大程度上准确把握市场的脉搏，为投资决策和市场监管提供科学的参考。

1.2 研究意义

银行处于社会经济的核心地位，对国民经济有着举足轻重的影响。同时，上市银行在资本市场也占有很大的权重。截止 2007 年 11 月 2 日，银行股在 A 股市场总市值中的权重为 29%，银行股票的价格波动对市场指数的影响日益明显，而股票指数的变化又影响着预期推出的指数期货的价格。可以说银行股的定价对整个证券市场乃至金融衍生产品交易市场的定价均有着重要的示范效应。银行的价值评估不仅是对单个银行的价值进行分析，而且在某种意义上也是在为整个证券市场以及相关的衍生品交易市场寻找定价坐标，对市场有着较大的影响作用，因此往往被赋予更多的意义。

同整个 A 股市场一样，银行股的估值也饱受争议，其中一个突出的例子就是在 2006-2007 年的资本市场上，同时发行 A 股与 H 股的银行股，A 股和 H 股之间存在着较大的差价，一般的情况下 A 股比同期 H 股价格高出 20%^①，这表明国内外投资机构在中资银行股的定价上存在着巨大的分歧。在当时，面对与 H 股之间的比价效应，大部分的外资投行认为内地银行股估值偏高，已经不再给予任何评级，或维持中性为主。但国内研究机构却认为，伴随着银行效益持续高速增长、人民币升值、税务水平下降等系列因素，中国银行股应享受一定的高估值。而在 2008 年 A 股这一波猛烈的下跌中，又出现了 H 股股价高于 A 股股价的情况。因此加强对银行股的估值的研究，可以缩小分歧，同时也有助于对整个中国资本市场总体估值水平进行合理的判断。

建设银行作为中国四大商业银行之一，在中国银行业具有一定的代表性。尤其其具有的 A+H 股的特点，使其价值评估对其他中资银行的定价具有很强的借鉴和对比作用。另一方面，在建行上市的两年中，关于其估值的争论一直没有停止过。各种媒体上经常出现关于建行资产是否被贱卖的争执。尤其与美国银行的战略合作协议执行过程中，美国银行将根据与中央汇金于 2005 年 6 月 17 日签订的《股份及期权认购协议》行使认购期权，于 2008 年 6 月 5 日以每股港币二点四二元的行权价格从汇金公司购买六十亿股建设银行 H 股，更引来市

^① 以建行 A 股上市首日为例，A 股收于 8.53 元人民币，H 股收于 7.10 港元

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库